



大类资产周报第 23 期

宏观专题研究报告
证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：贾璐熙（执业 S1130523120002）
jialuxi@gjzq.com.cn

分析师：李欣越（执业 S1130523080006）
lixinyue@gjzq.com.cn

谁是黄金的“边际定价者”？

近期，黄金价格大涨，不断刷新历史新高，央行购金与亚洲个人投资者的需求或是重要推动因素。如何跟踪“真实的”央行购金数据、进而辅助研判金价走势？本文分析，可供参考。

热点思考：谁是黄金的“边际定价者”？

一问：当下，黄金的定价框架？央行与私人部门投资需求，共同成为黄金“边际定价因素”

黄金供给近乎刚性，高占比、高波动的私人投资与央行需求是黄金的“边际定价因素”。2002年以来，金饰与工业需求占比明显下滑，取而代之的是更具弹性的私人投资需求，其中黄金ETF持仓代表的投资需求一度与金价走势高度相关。近2年，随着央行购金的显著提升，央行与私人部门这两类“高波动”的需求，共同成为黄金的“边际定价因素”。简化框架下，考虑实际利率等的投资需求决定了金价传统中枢；而近2年，央行购金带来的需求曲线外移，导致了“实际利率”与金价的背离。2010-2022年间，央行购金年均473吨、相对稳定，关注通胀、机会成本等的投资需求主导金价形成，基本符合实际利率的框架。2022年以来，央行购金年均大增587吨，导致金价与实际利率中枢缺口走阔。

二问：如何跟踪“央行”购金？关注瑞士、英国黄金出口情况、与各国美债减持速度

过去2年，央行购金年均规模由此前10年的473吨升至1059吨；但月频央行的申报数据，却“相对滞后”。世界黄金协会季频央行购金数据通过央行申报值、机密的未记录买卖数据与进出口贸易流交叉印证计算，或相对准确。历史上的几次背离，或由于部分新兴市场央行的“滞后申报”。2022年以来，实际购金与报告购金再度出现了大幅背离。这意味着，我们不能简单地跟踪各国“报告购金量”；“进出口”与“美债出售”数据提供了辅助验证的视角。第一，央行购金通常买入黄金现货，而黄金现货交易集中在伦敦与苏黎世市场，可以跟踪英国和瑞士的出口的情况。第二，从美债持有规模或可“管窥”各国“去美元化”节奏，进而估算黄金持有规模，俄罗斯、土耳其就是典型的“案例”。

三问：未来金价的可能演绎？短期或有波折，央行购金等支撑下、中期仍有望刷新新高

近期金价大涨，央行购金与亚洲个人投资者的需求或是重要推动因素。一方面，对金价分时数据拆解可见，2月14日以来，金价多在欧洲独立交易时段大涨；而瑞士、英国一月的黄金总出口规模也高达234亿美元、创历史新高。另一方面，从黄金ETF流量来看，欧美投资者热情已减，但亚洲投资者仍在加速购入，这也体现为中、印市场的黄金溢价。中期而言，央行购金等或仍将支撑金价续创新高。一方面，“去美元化”并不是易于反复的全球行为，或是部分国家的“脱钩”，考虑到这类国家当前较低的黄金储备占比，随着美债价格回升，央行购金节奏易升难降。另一方面，2024年适时降息仍是基准假设。历史回溯来看，降息前最后一个季度美债利率的回落有较强确定性，或支撑投资需求走强。

周度回顾：发达市场股指走势分化，金银价格不断创下新高（2024/04/08-2024/04/12）

股票市场：发达市场股指走势分化，新兴市场股指走势分化。发达市场股指，日经225上涨1.4%，英国富时100上涨1.1%，标普500下跌1.6%，道琼斯工业指数下跌2.4%；新兴市场股指，上证指数下跌1.6%，创业板指下跌4.2%。

债券市场：发达国家10年期国债收益率多数上涨。美国10年期国债收益率上行11bp至4.5%，德国10年期国债收益率上行2bp至2.40%，法国10年期国债收益率下行4.8bp至2.86%，日本10年期国债收益率上行8.3bp至0.85%。

外汇市场：美元指数上行，美元兑人民币升值。美元指数上行至106.0，美元兑人民币升值0.1%，美元兑在岸人民币为7.24，美元兑离岸人民币为7.27，欧元兑人民币贬值1.7%，日元兑人民币贬值1.0%，英镑兑人民币贬值1.3%。

商品市场：黄金和白银创新高，焦煤和铁矿石本周大涨。受多个宏观影响因素，本周COMEX黄金上涨1%至2344美元/盎司，创历史新高，白银创2021年2月以来新高。近期市场开始交易钢厂复产逻辑，原料焦煤和铁矿石本周大涨。

风险提示

地缘冲突明显缓和；海外流动性大幅收紧；央行购金明显降速



内容目录

一、热点思考：谁是黄金的“边际定价者”？	5
一问：当下，黄金的定价框架？央行与私人部门投资需求，共同成为黄金“边际定价因素”	5
二问：如何跟踪“央行”购金？关注瑞士、英国黄金出口情况、与各国美债减持速度	7
三问：未来金价的可能演绎？短期或有波折，央行购金等支撑下、中期仍有望刷新新高	10
二、大类资产高频跟踪（2024/04/08-2024/04/12）	14
（一）权益市场追踪：发达市场股指走势分化，新兴市场股指走势分化	14
（二）债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率多数上涨	15
（三）外汇市场追踪：美元指数上行，其他货币兑美元下行	16
（四）大宗商品市场追踪：有色全线上涨，原油全线下跌	17
风险提示	18

图表目录

图表 1：黄金新增供给量占总供给的比例逐年下滑	5
图表 2：2010 年以来黄金供给的波动率仅为 0.9%	5
图表 3：黄金总需求中约半数为私人投资和央行购买	5
图表 4：私人投资与央行购买有效影响金价变动	5
图表 5：2008 年后投资与央行需求占主导地位	6
图表 6：伦敦与苏黎世市场的交易结构	6
图表 7：黄金 ETF 规模与金价的变动趋势同步	6
图表 8：央行购金需求和投资需求波动剧烈	6
图表 9：2022 年来，金价与美债实际利率走势大幅背离	7
图表 10：金价形成的简明“框架”	7
图表 11：2022 年三季度以来，央行购金规模大增	7
图表 12：纳入央行购金后，金价与模型缺口大幅收窄	7
图表 13：近 2 年，实际购金量与报告购金量大幅背离	8
图表 14：历史上，中国、印度、沙特的月频购金规模	8
图表 15：2010-2021 年间黄金的主要“报告”买入国	8
图表 16：2022 年以来黄金的主要“报告”买入国	8
图表 17：瑞士、英国占全球黄金出口比重约 3 成	9
图表 18：中国、印度、土耳其是从瑞士黄金进口的主力	9
图表 19：中国、土耳其、沙特等从瑞士等黄金进口激增	9
图表 20：过去 2 年相较此前的消费、央行报告购金变化	9



图表 21:	世界黄金协会调查的央行购金理由	10
图表 22:	2010 年以来, 俄罗斯、土耳其等大幅减持美债	10
图表 23:	土耳其“去美元化”中大量购入“黄金”	10
图表 24:	俄罗斯也在“去美元化”中大量购入“黄金”	10
图表 25:	近期, 欧洲独立交易时段金价涨幅贡献较大	11
图表 26:	1 月, 瑞士、英国黄金出口规模创历史新高	11
图表 27:	不同地区的黄金 ETF 资金流入情况	11
图表 28:	亚洲黄金 ETF 的规模整体偏小	11
图表 29:	金价与五因子模型拟合中枢	12
图表 30:	黄金非商业期货多空持仓情况	12
图表 31:	当下, 黄金的市场情绪已相对较高	12
图表 32:	美国住房项通胀的粘性或将在年中附近显现	12
图表 33:	实际利率框架并非“失灵”	13
图表 34:	中期来看, 10 年期美债利率仍有回落空间	13
图表 35:	全球贸易中各类货币的使用份额	13
图表 36:	2022 年以来加速购金的国家黄金占比多不高	13
图表 37:	当周, 发达市场股指走势分化	14
图表 38:	当周, 新兴市场股指走势分化	14
图表 39:	当周, 美国标普 500 行业全线下跌	14
图表 40:	当周, 欧元区行业多数下跌	14
图表 41:	当周, 恒生指数多数上涨	15
图表 42:	当周, 行业方面多数上涨	15
图表 43:	当周, 发达国家 10 年期国债收益率多数上涨	15
图表 44:	当周, 10Y 收益率美英德全线上行	15
图表 45:	当周, 新兴市场 10 年期国债收益率多数上涨	15
图表 46:	当周, 土耳其和巴西 10Y 利率均上行	15
图表 47:	当周, 美元指数上行, 其他货币兑美元下行	16
图表 48:	当周, 英镑、欧元兑美元均下行	16
图表 49:	当周, 主要新兴市场兑美元多数贬值	16
图表 50:	美元兑土耳其里拉、雷亚尔和韩元	16
图表 51:	当周, 人民币兑美元贬值、兑欧元和英镑升值	16
图表 52:	当周, 美元兑人民币升值	16
图表 53:	当周, 有色全线上涨, 原油全线下跌	17
图表 54:	WTI 原油和布伦特原油全线下跌	17
图表 55:	当周, 焦煤价格上涨 16%, 玻璃价格上涨 2%	17



图表 56: 当周, 铜价格上涨 2%, 铝价格上涨 3%.....	18
图表 57: 当周, 通胀预期升至 2.39%.....	18
图表 58: 当周, 黄金上涨 1%, 银上涨 3%.....	18
图表 59: 当周, 10Y 美债实际收益率升至 2.11%.....	18



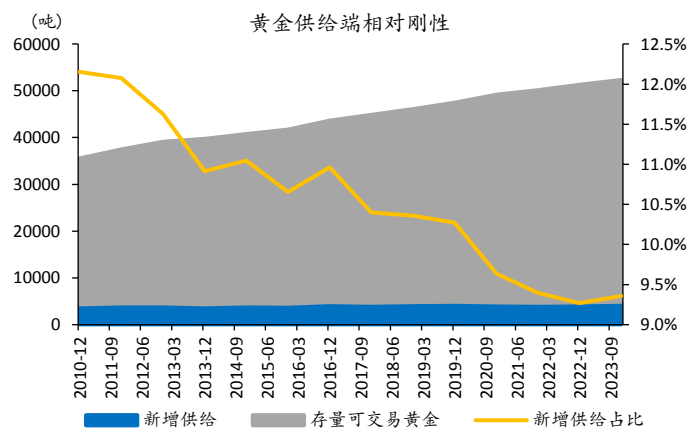
近期，黄金价格大涨，不断刷新历史新高，央行购金与亚洲个人投资者的需求或是重要推动因素。如何跟踪“真实的”央行购金数据、进而辅助研判金价走势？供参考。

一、热点思考：谁是黄金的“边际定价者”？

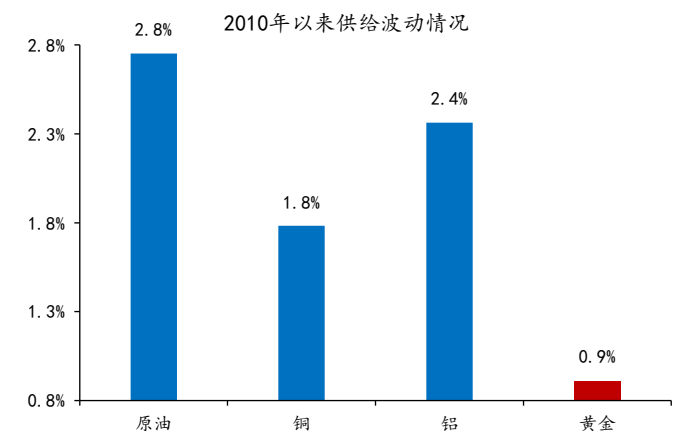
一问：当下，黄金的定价框架？央行与私人部门投资需求，共同成为黄金“边际定价因素”

考虑进存量可交易黄金后，黄金供给近乎刚性，需求对价格形成有决定性作用。异于其他消耗性大宗商品，金币金条、ETF等存量黄金均可在市场上直接流通。这使得黄金定价更类似权益类产品，新增供给可类比作“IPO”的规模，2010年以来，黄金增量供给的占比由12.2%进一步下滑至9.4%；“IPO规模”平稳且有限，使得黄金价格更多由需求端驱动。其黄金需求来自四个方面：首饰需求、工业需求、投资和央行需求。截至2023年底，黄金相对刚性的工业需求、首饰需求占比为7%、49%；私人投资和央行储备需求占比高达45%，私人投资与央行购买的行为与金价存在着较为紧密的联动关系。

图表1：黄金新增供给量占总供给的比例逐年下滑



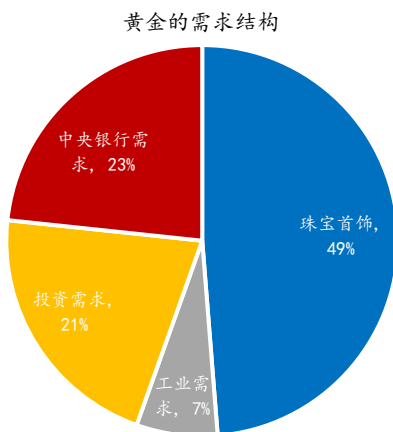
图表2：2010年以来黄金供给的波动率仅为0.9%



来源：世界黄金协会，国金证券研究所

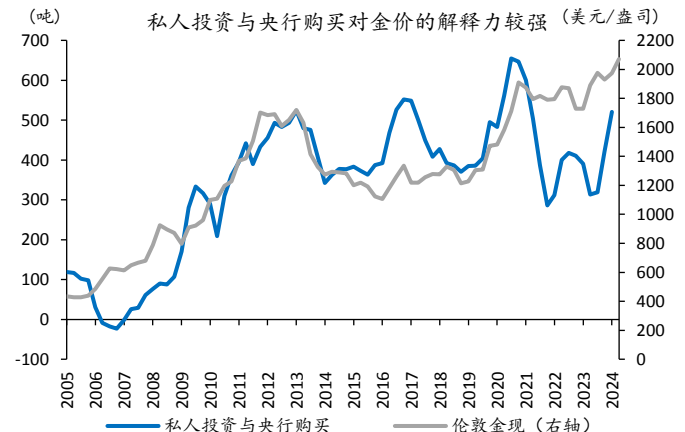
来源：Wind，世界黄金协会，国金证券研究所

图表3：黄金总需求中约半数为首饰需求和央行购买



来源：世界黄金协会，国金证券研究所

图表4：私人投资与央行购买有效影响金价变动

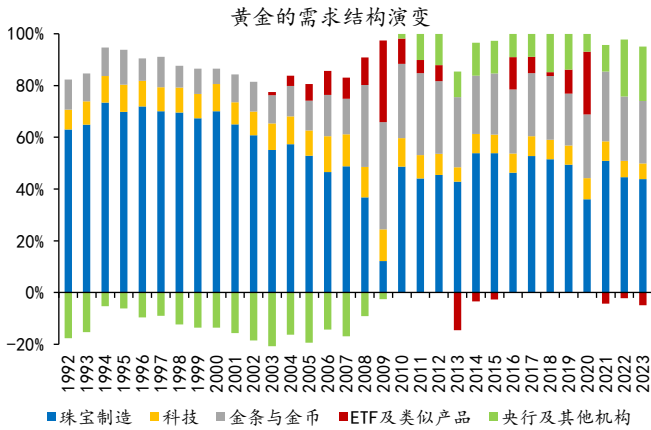


来源：世界黄金协会，国金证券研究所

高占比、高波动的需求源是黄金的“边际定价者”，这一定价者在20世纪90年代是现货珠宝商，21世纪前20年是机构等投资者，近2年央行进一步加入。2002年之前，金饰需求对金价有主导作用，黄金定价主要以伦敦黄金交易所和苏黎世黄金总库的现货交易决定，参与者主要为大型金银银行等。2002年以来，金饰与工业需求占比明显下滑，取而代之的是更具弹性的私人部门投资性需求，其中黄金ETF持仓代表的投资需求一度与金价走势高度相关。近2年，随着央行购金规模的显著提升，央行与私人部门这两类“高波动”的需求，共同成为黄金的“边际定价因素”。

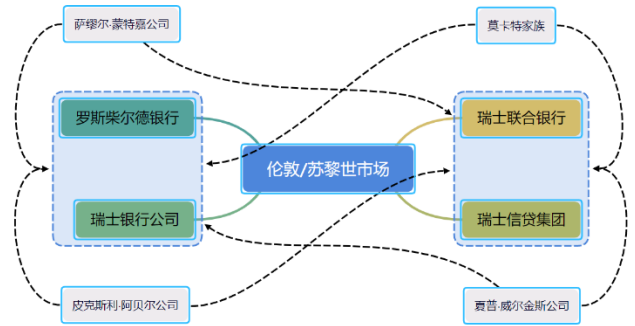


图表5: 2008年后投资与央行需求占主导地位



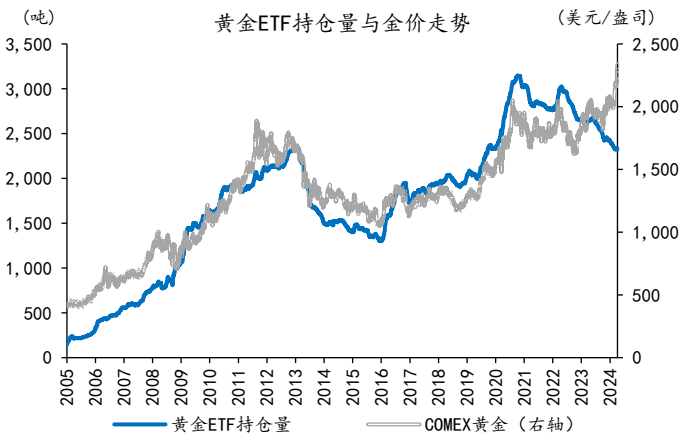
来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

图表6: 伦敦与苏黎世市场的交易结构



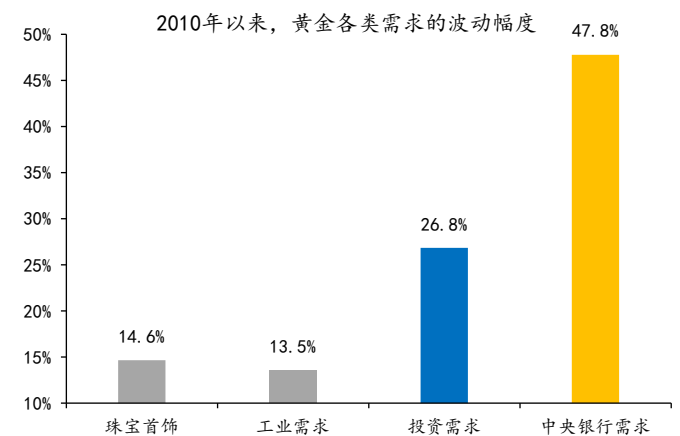
来源: 《黄金, 权力与财富的世界简史》, 国金证券研究所

图表7: 黄金ETF规模与金价的变动趋势同步



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表8: 央行购金需求和投资需求波动剧烈

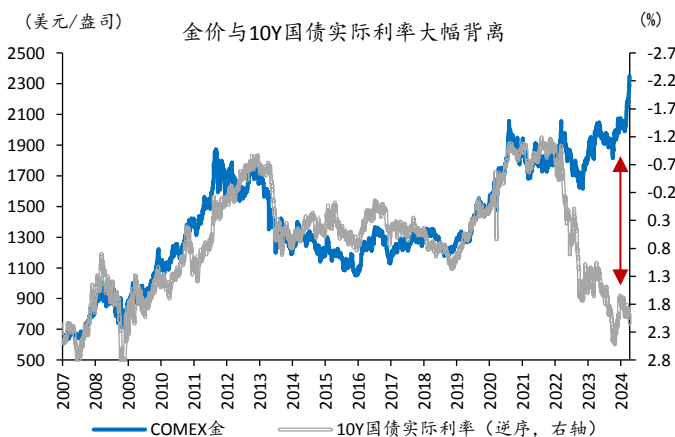


来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

简化的框架下, 可以认为“投资需求”主要考虑实际利率等因素, 形成了金价的传统中枢; 而近 2 年, “央行购金”带来的需求曲线外移, 导致了“实际利率”与金价的背离。在《黄金: 宏大叙事下的“另类”思考》中, 我们构建了包括机会成本、通胀风险、避险情绪、交易行为、央行购金在内的五因子模型。如果将五因子模型“简单化”, 可以理解为: 2010-2022 年间, 央行购金年均 473 吨、相对稳定, 关注风险、通胀、机会成本等的投资需求主导金价的形成, 它们基本符合实际利率的框架。而 2022 年以来, 央行购金规模年均大增 587 吨, 带来了需求曲线的外移, 进而导致金价与实际利率中枢缺口的走阔。

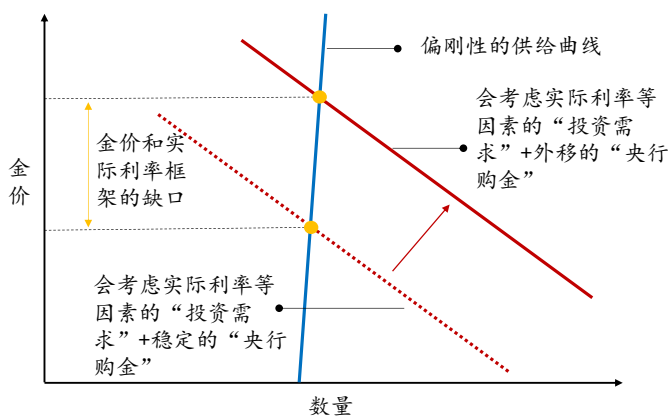


图表9: 2022 年来, 金价与美债实际利率走势大幅背离



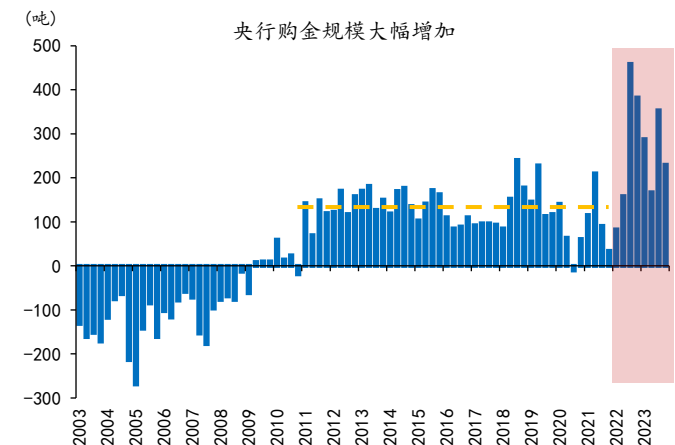
来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 金价形成的简明“框架”



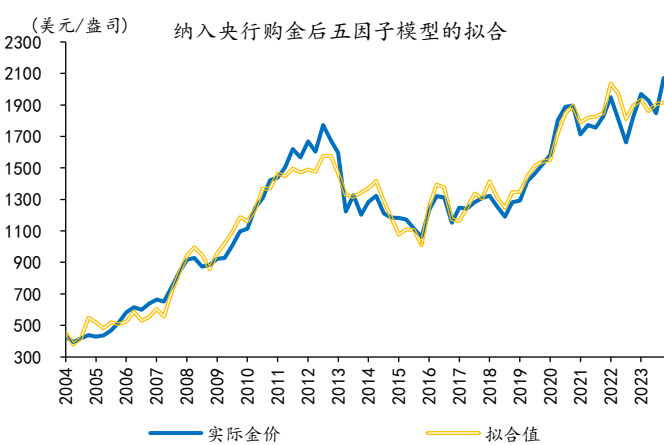
来源: 国金证券研究所

图表11: 2022 年三季度以来, 央行购金规模大增



来源: Wind, 国金证券研究所

图表12: 纳入央行购金后, 金价与模型缺口大幅收窄



来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

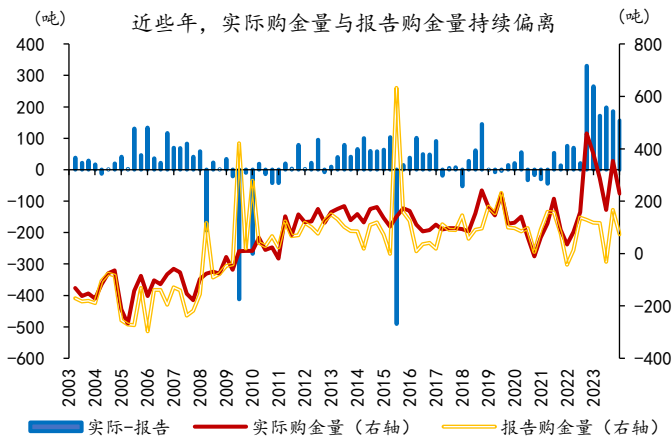
二问: 如何跟踪“央行”购金? 关注瑞士、英国黄金出口情况、与各国美债减持速度

过去 2 年, 从世界黄金协会跟踪的数据来看, 央行购金年均规模由此前 10 年的 473 吨升至 1059 吨; 但月频央行的申报数据, 却似乎“相对滞后”。根据世界黄金协会, 季频的央行购金数据通过央行向 IMF 申报值、机密的未记录买卖数据与进出口贸易流交叉印证计算, 或是相对准确的“实际购金量”。历史回溯来看, 实际购金量与报告购金量在 2008 年一季度、2009 年二季度和四季度、2015 年二季度出现过大幅背离, 分别对应沙特、印度、中国的几次单月大幅申报¹。2022-2023 年, 央行实际购金量分别为 1082 吨、1037 吨, 但央行向 IMF 申报的购金总规模却仅为 395 吨、325 吨, 实际购金与报告购金再度大幅背离。

¹ 世界黄金协会认为, 中国在“2009 年 4 月申报的 454 吨黄金在 2003-2009 年间买入, 2015 年 6 月申报的 604 吨黄金在 2009-2015 年间买入。”

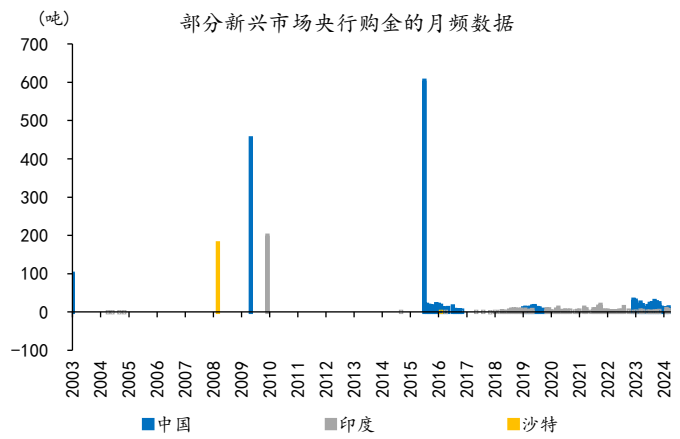


图表13: 近2年, 实际购金量与报告购金量大幅背离



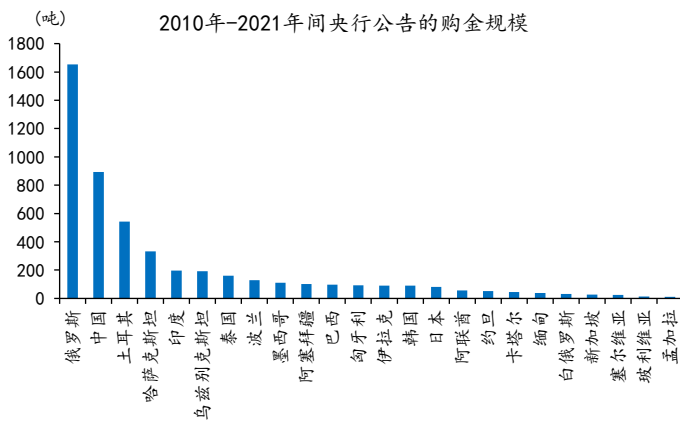
来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

图表14: 历史上, 中国、印度、沙特的月频购金规模



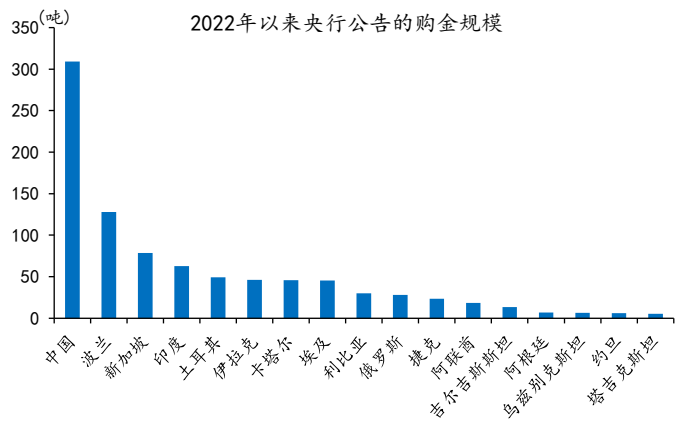
来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

图表15: 2010-2021 年间黄金的主要“报告”买入国



来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

图表16: 2022 年以来黄金的主要“报告”买入国



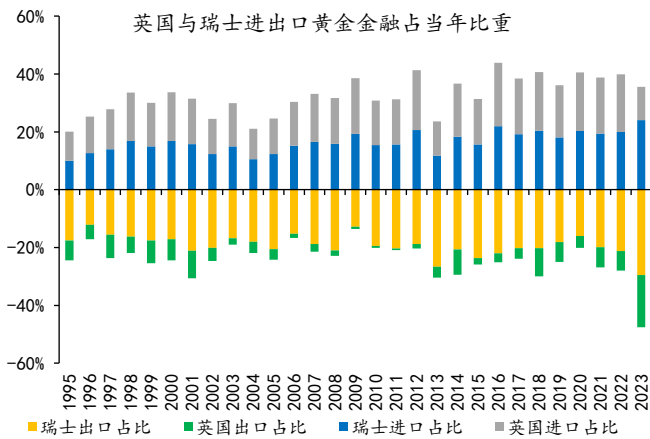
来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

这意味着, 我们不能简单地跟踪各国“报告购金量”;“进出口”与“美债出售”数据提供了辅助验证的视角。第一, 央行购金通常买入黄金现货, 而黄金现货交易集中在伦敦与苏黎世市场, 可以跟踪英国和瑞士的出口²的情况。1995 年以来, 英国与瑞士持续从金矿商处进口黄金, 继而向大型金银银行、央行等出售黄金; 2023 年, 英国、瑞士的黄金出口分别占全球黄金出口的 18%、30%。相较 2018-2021 年, 过去 2 年土耳其、中国、沙特从瑞士和英国年均进口量分别增加 167 吨、442 吨、72 吨, 但央行申报量与消费的增量却仅为 62 吨、150 吨、8 吨, 缺口或为金币、金条等投资需求与沙特、土耳其滞后申报的央行购金。

² 跟踪 HS 前 4 位编号为 7108 的品类出口情况。

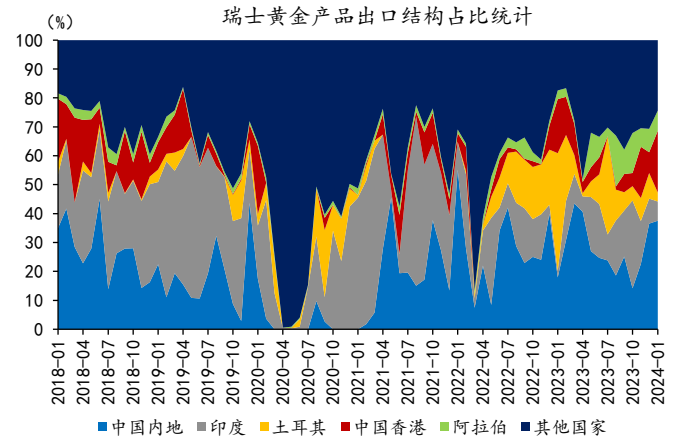


图表17: 瑞士、英国占全球黄金出口比重约3成



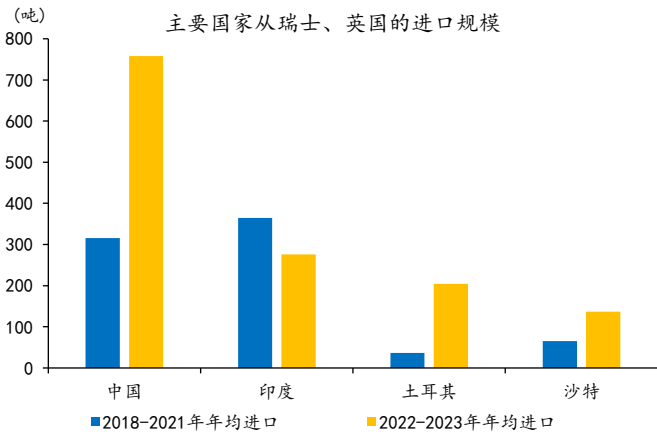
来源: UN Comtrade, 国金证券研究所

图表18: 中国、印度、土耳其是从瑞士黄金进口的主力



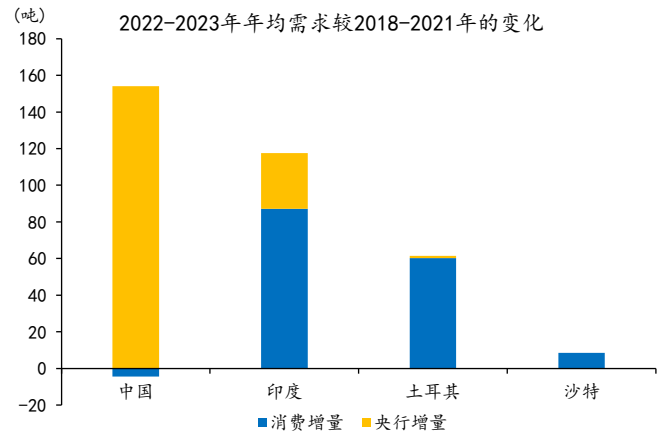
来源: UN Comtrade, 国金证券研究所

图表19: 中国、土耳其、沙特等从瑞士等黄金进口激增



来源: UN Comtrade, 国金证券研究所

图表20: 过去2年相较此前的消费、央行报告购金变化

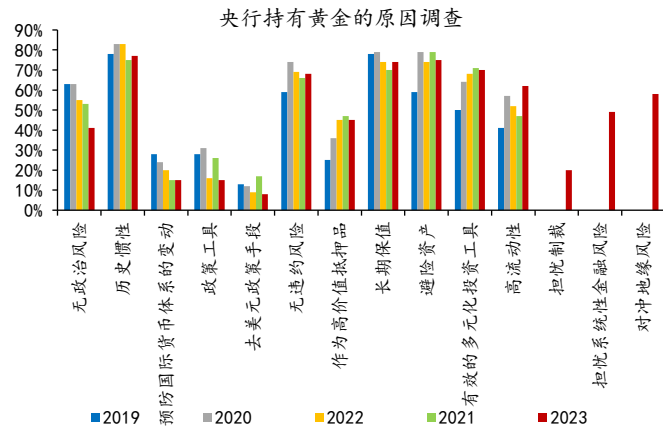


来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

第二, 从美债持有规模或可“管窥”各国“去美元化”节奏, 进而估算黄金持有规模。根据世界黄金协会的调查, “担忧制裁”、“对冲地缘风险”等已成为部分央行购金的重要理由。2010年以来, 俄罗斯、中国、土耳其、埃及等分别减持1418亿、971亿、250亿、183亿美元的美债。历史回溯来看, 土耳其、俄罗斯的“去美元化”过程均伴随着黄金占外汇储备比重的快速提升, 其中土耳其由2017年底的28%升至2024年1月的57%, 俄罗斯也从2012年底的10%一度升至2020年8月的24%。

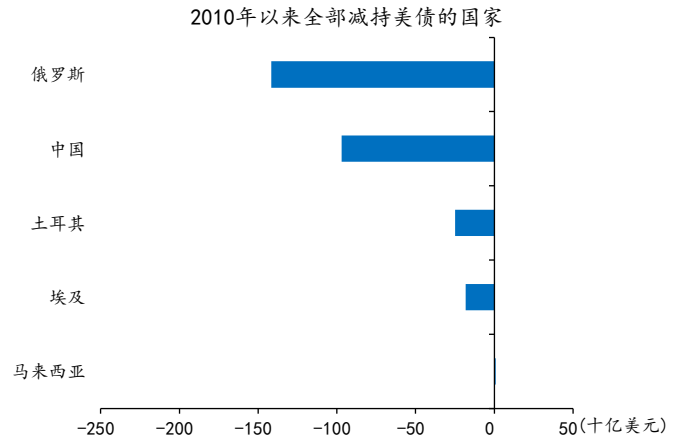


图表21: 世界黄金协会调查的央行购金理由



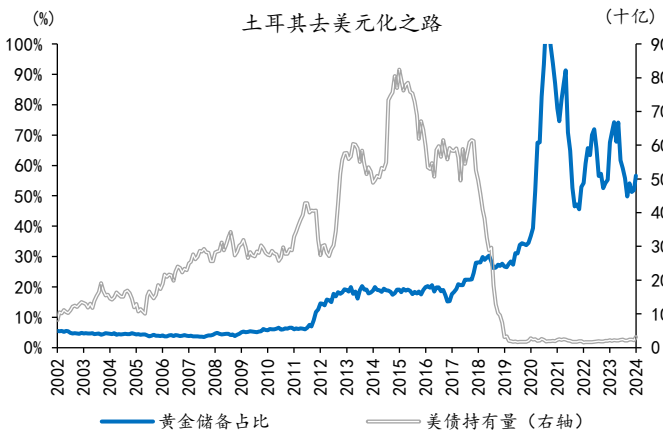
来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

图表22: 2010年以来, 俄罗斯、土耳其等大幅减持美债



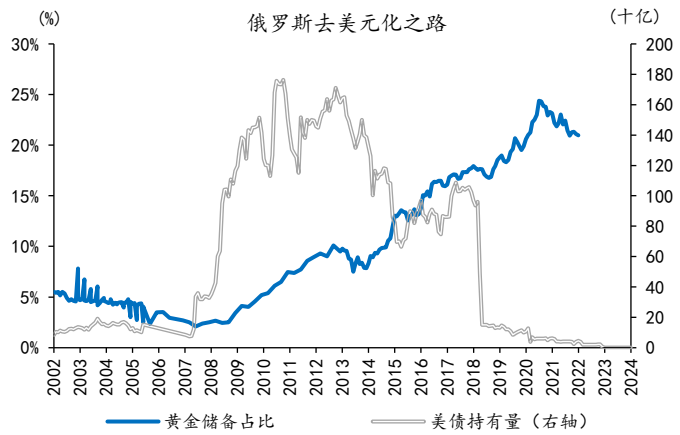
来源: Wind, 国金证券研究所

图表23: 土耳其“去美元化”中大量购入“黄金”



来源: Wind, 国金证券研究所

图表24: 俄罗斯也在“去美元化”中大量购入“黄金”



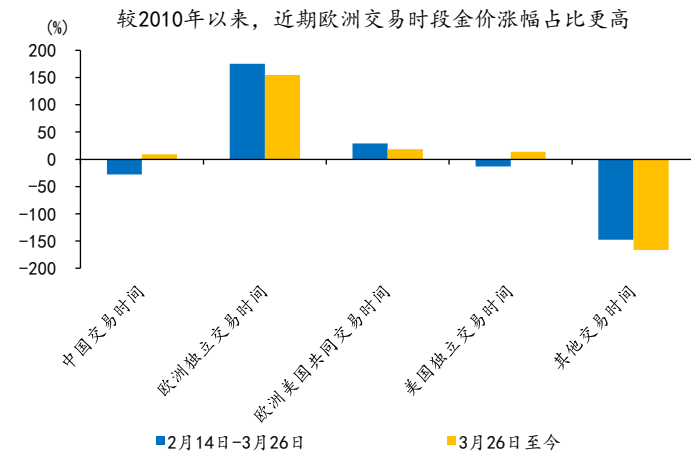
来源: Wind, 国金证券研究所

三问: 未来金价的可能演绎? 短期或有波折, 央行购金等支撑下、中期仍有望刷新新高

近期金价大涨, 央行购金与亚洲个人投资者的需求或是重要推动因素。一方面, 对金价分时数据拆解可见, 2月14日以来, 金价多在欧洲独立交易时段大涨; 而瑞士、英国一月的黄金总出口规模也高达234亿美元, 创历史新高。这意味着, 央行等投资者或在苏黎世等现货市场大幅购入黄金, 支撑了金价。另一方面, 从黄金ETF流量来看, 虽然欧美投资者热情已减, 但亚洲投资者仍在加速购入。亚洲黄金ETF规模较小, 个人投资者购入黄金或从本地现货市场等进行, 这体现为中、印等市场的黄金溢价: 截至4月5日, 中国、印度本地市场的黄金溢价分别较3月8日上升34.1、29.6美元/盎司。

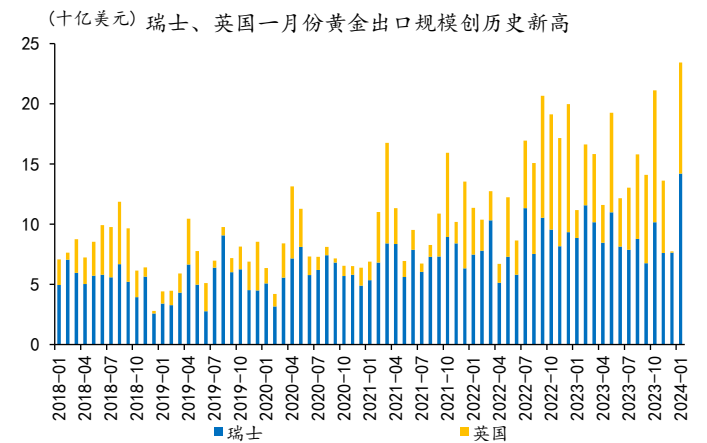


图表25: 近期, 欧洲独立交易时段金价涨幅贡献较大



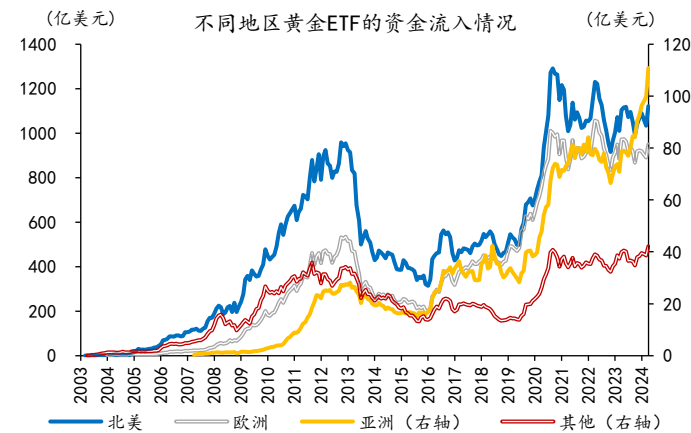
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表26: 1月, 瑞士、英国黄金出口规模创历史新高



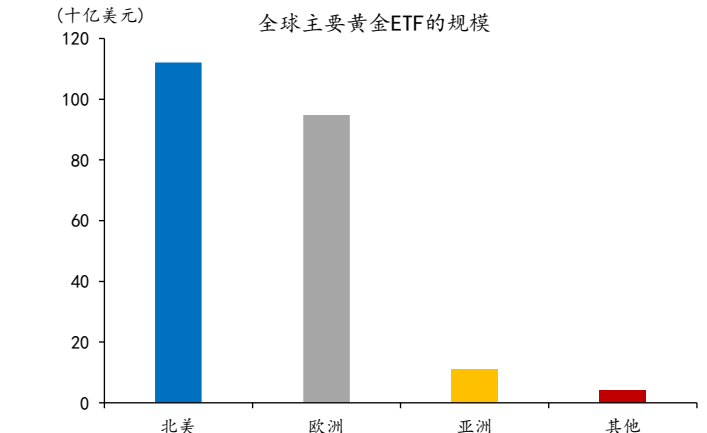
来源: UN Comtrade, 国金证券研究所

图表27: 不同地区的黄金ETF资金流入情况



来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

图表28: 亚洲黄金ETF的规模整体偏小

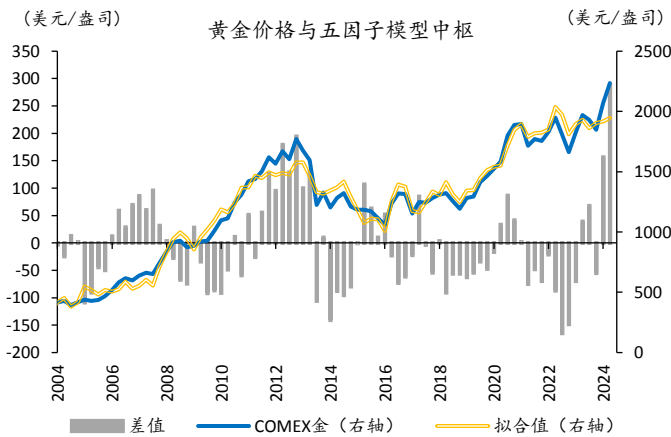


来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

短期来看, 近期投资者情绪已趋极端, 叠加美债收益率反弹的风险, 金价或面临“阶段性波折”。相较我们的五因子模型, 当下金价与中枢偏离已达 288 美元/盎司, 创历史新高。这其中固然有前文中所述滞后发布的“央行购金”、无法被准确观测的亚洲投资者“现货购金”等影响。但一方面, 期货市场黄金的非商业多头、净多头历史分位数已达 89%、87%, COMEX 金 RSI 高达 80.1, 3 个月平价期权隐含波动也持续走高至 15.3%, 均显示市场情绪或相对“亢奋”。另一方面, 美国通胀粘性已逐步显现, 或将导致短期美联储降息预期的进一步后修, 或将一定程度上加剧金价的“波动”。

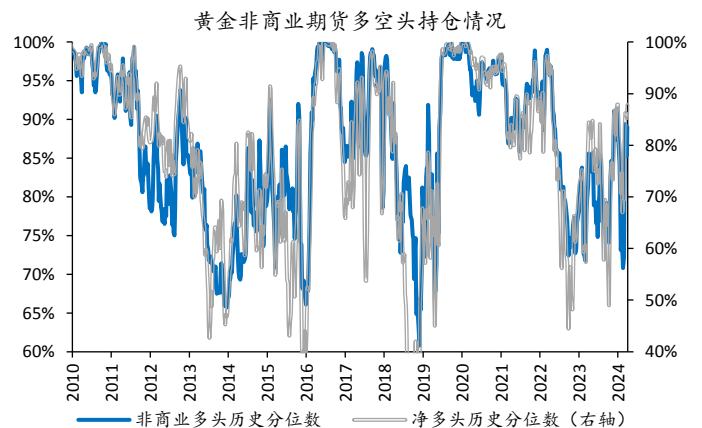


图表29: 金价与五因子模型拟合中枢



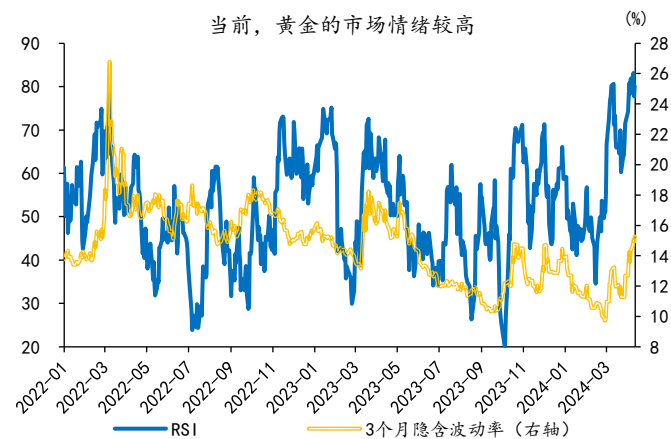
来源: Bloomberg, EPU, Wind, 国金证券研究所

图表30: 黄金非商业期货多空持仓情况



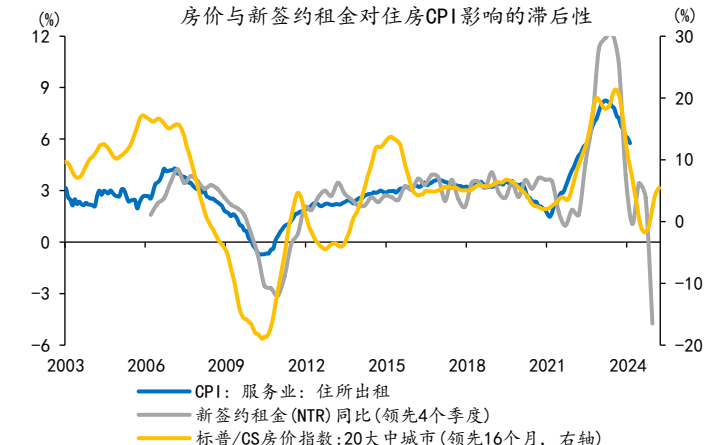
来源: Wind, 国金证券研究所

图表31: 当下, 黄金的市场情绪已相对较高



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表32: 美国住房项通胀的粘性或将在年中附近显现



来源: Wind, 国金证券研究所

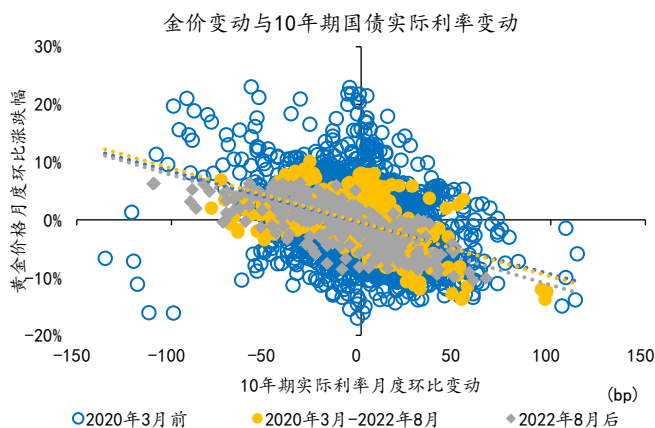
中期分析回归框架之中, 后续金价走势, 一看央行购金带来的“定价缺口”会扩大还是收窄, 二看传统框架下投资需求的演绎; 两因素对金价或均有一定支撑。一方面, 从 SWIFT 使用率来看, “去美元化”并不是易于反复的全球行为, 或是部分国家的“脱钩”, 考虑到这类国家当前较低的黄金储备占比, 随着美债价格回升, 央行购金节奏易升难降。另一方面, 虽然短期或有波折, 但 2024 年适时降息仍是美联储的基准假设³。历史回溯来看, 加息周期向降息周期的切换中, 首次降息时点的美债收益率均低于最后一次加息的⁴, 且降息前最后一个季度美债收益率的回落有很强确定性, 或支撑投资需求的走强。

³ 详情参阅《预期“弯曲”了现实: 交易与美联储操作是“两码事”!》

⁴ 2023 年 7 月 27 日美联储最后一次加息时, 10 年期美债收益率为 4.01%。

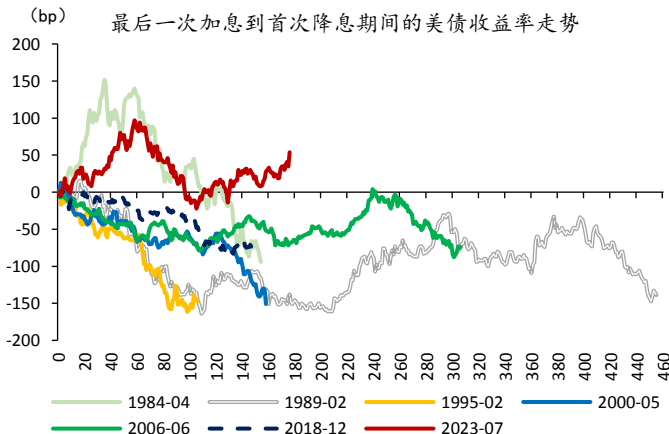


图表33: 实际利率框架并非“失灵”



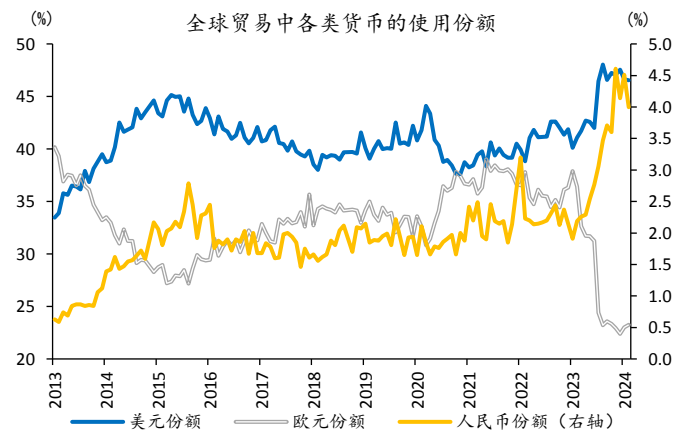
来源: Wind, 国金证券研究所

图表34: 中期来看, 10年期美债利率仍有回落空间



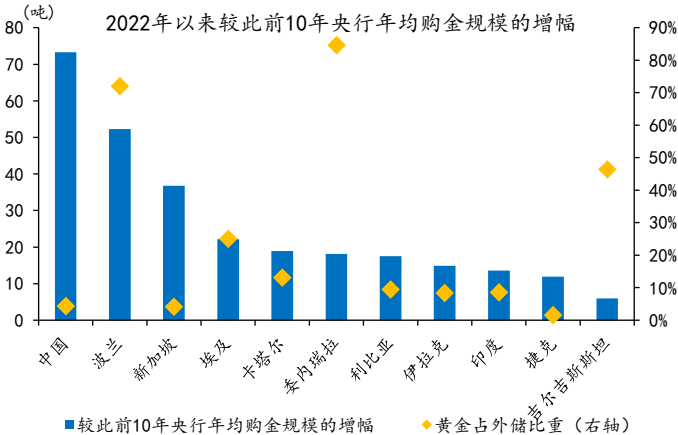
来源: Wind, 国金证券研究所

图表35: 全球贸易中各类货币的使用份额



来源: Wind, 国金证券研究所

图表36: 2022年以来加速购金的国家黄金占比多不高



来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

- 1、黄金供给近乎刚性, 高占比、高波动的私人投资与央行需求是黄金的“边际定价者”。简化框架下, 考虑实际利率等的投资需求决定了金价传统中枢; 而近2年, 央行购金带来的需求曲线外移, 导致了“实际利率”与金价的背离。2010-2022年间, 央行购金年均473吨、相对稳定, 关注通胀、机会成本等的投资需求主导金价形成, 基本符合实际利率的框架。2022年以来, 央行购金年均大增587吨, 导致金价与实际利率中枢缺口走阔。
- 2、过去2年, 央行购金年均规模由此前10年的473吨升至1059吨; 但月频央行的申报数据, 却“相对滞后”。这意味着, 我们不能简单地跟踪各国“报告购金量”; “进出口”与“美债出售”数据提供了辅助验证的视角。第一, 央行购金通常买入黄金现货, 而黄金现货交易集中在伦敦与苏黎世市场, 可以跟踪英国和瑞士的出口的情况。第二, 从美债持有规模或可“管窥”各国“去美元化”节奏, 进而估算黄金持有规模, 俄罗斯、土耳其就是典型的“案例”。
- 3、近期金价大涨, 央行购金与亚洲个人投资者的需求或是重要推动因素。一方面, 对金价时分数据拆解可见, 2月14日以来, 金价多在欧洲独立交易时段大涨; 而瑞士、英国一月的黄金总出口规模也高达234亿美元、创历史新高。另一方面, 从黄金ETF流量来看, 欧美投资者热情已减, 但亚洲投资者仍在加速购入, 这也体现为中、印市场的黄金溢价。
- 4、中期而言, 央行购金等或仍将支撑金价续创新高。一方面, “去美元化”并不是易于反复的全球行为, 或是部分国家的“脱钩”, 考虑到这类国家当前较低黄金储备占比, 随着美债价格回升, 央行购金节奏易升难降。另一方面, 2024年适时降息仍是基准假设。历史回溯来看, 降息前最后一个季度美债利率的回落有较强确定性, 或支撑投资需求走强。

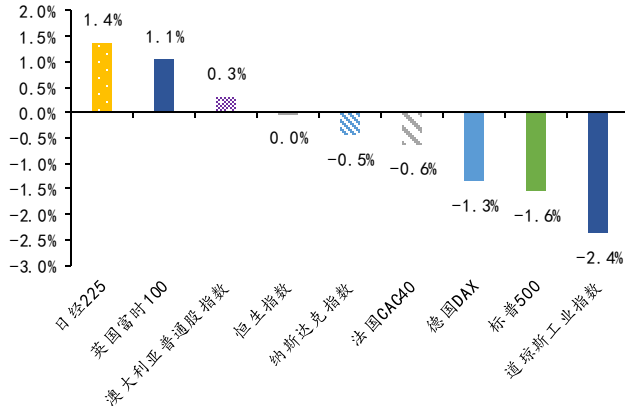


二、大类资产高频跟踪 (2024/04/08-2024/04/12)

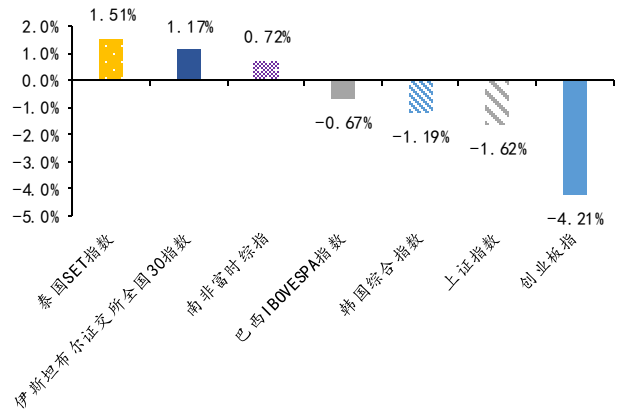
(一) 权益市场追踪：发达市场股指走势分化，新兴市场股指走势分化

发达市场股指走势分化，新兴市场股指走势分化。发达市场股指，日经 225 上涨 1.4%，英国富时 100 上涨 1.1%，澳大利亚普通股指数上涨 0.3%，德国 DAX 下跌 1.3%，标普 500 下跌 1.6%，道琼斯工业指数下跌 2.4%；新兴市场股指，泰国 SET 指数上涨 1.5%，伊斯坦布尔证交所全国 30 指数上涨 1.2%，南非富时综指上涨 0.7%，韩国综合指数下跌 1.2%，上证指数下跌 1.6%，创业板指下跌 4.2%。

图表37：当周，发达市场股指走势分化



图表38：当周，新兴市场股指走势分化

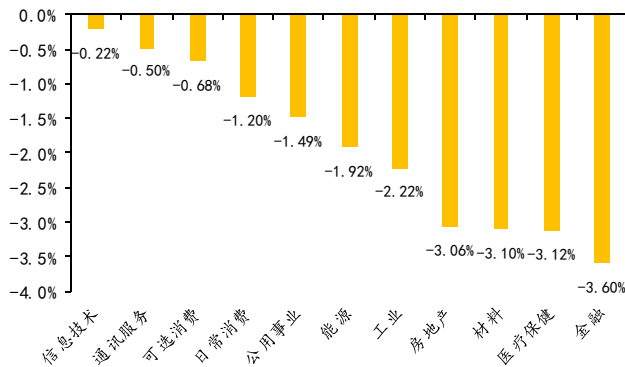


来源：Wind，国金证券研究所

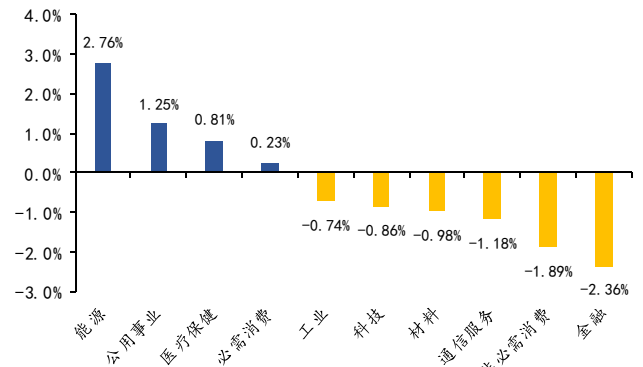
来源：Wind，国金证券研究所

美国标普 500 行业，材料下跌 3.1%；医疗保健下跌 3.12%；金融下跌 3.6%；欧元区行业，能源上涨 2.76%，公用事业上涨 1.25%，医疗保健上涨 0.81%，通信服务下跌 1.18%；非必需消费下跌 1.89%；金融下跌 2.36%。

图表39：当周，美国标普 500 行业全线下跌



图表40：当周，欧元区行业多数下跌



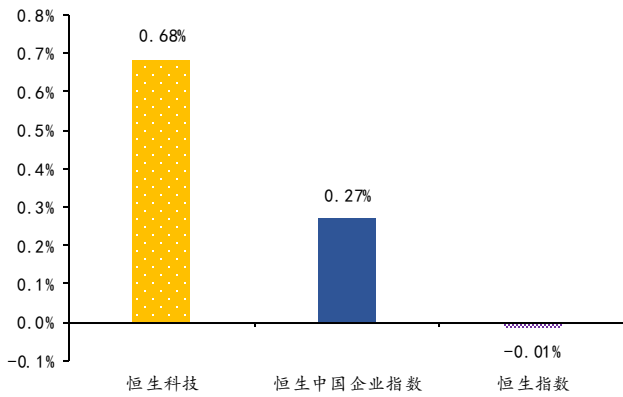
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

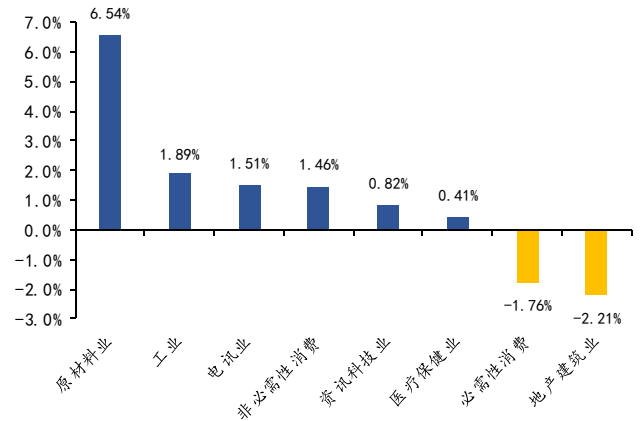
恒生指数多数上涨，行业方面多数上涨恒生指数，恒生科技上涨 0.68%，恒生中国企业指数上涨 0.27%，行业方面，原材料业上涨 6.54%，工业上涨 1.89%，电讯业上涨 1.51%，必需性消费下跌 1.76%，地产建筑业下跌 2.21%。



图表41: 当周, 恒生指数多数上涨



图表42: 当周, 行业方面多数上涨



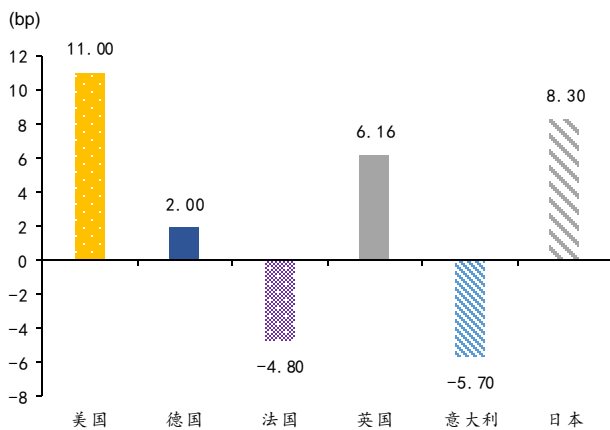
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

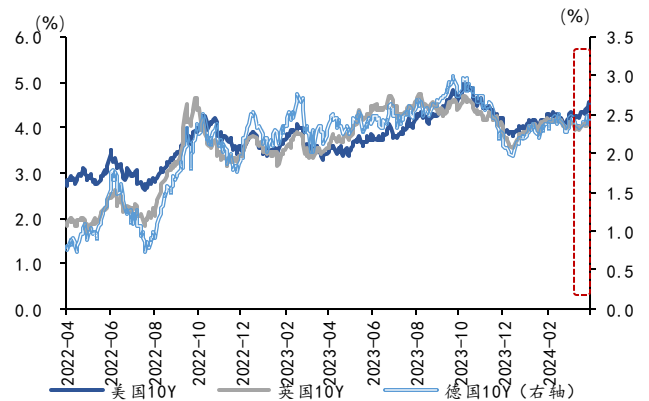
(二) 债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率多数上涨

发达国家 10 年期国债收益率多数上涨。美国 10 年期国债收益率上行 11bp 至 4.5%，德国 10 年期国债收益率上行 2bp 至 2.4%，法国 10 年期国债收益率下行 4.8bp 至 2.86%，英国 10 年期国债收益率上行 6.16bp 至 4.15%，意大利 10 年期国债收益率下行 5.7bp 至 3.73%，日本 10 年期国债收益率上行 8.3bp 至 0.85%。

图表43: 当周, 发达国家 10 年期国债收益率多数上涨



图表44: 当周, 10Y 收益率美英德全线上行

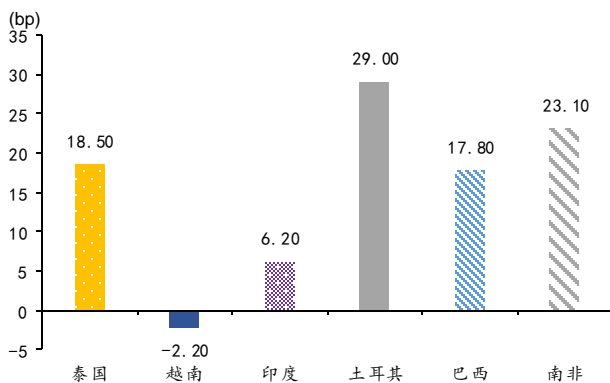


来源: Wind, 国金证券研究所

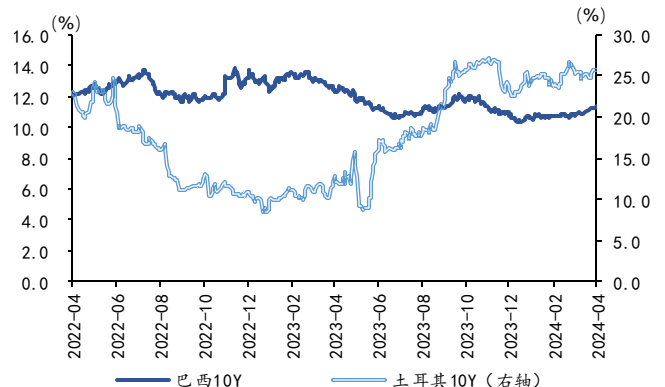
来源: Wind, 国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率多数上涨。泰国上行 18.5bp 至 2.77%，越南下行 2.2bp 至 2.86%，印度上行 6.2bp 至 7.18%，土耳其上行 29bp 至 25.62%，巴西上行 17.8bp 至 11.38%，南非上行 23.1bp 至 11.02%。

图表45: 当周, 新兴市场 10 年期国债收益率多数上涨



图表46: 当周, 土耳其和巴西 10Y 利率均上行



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

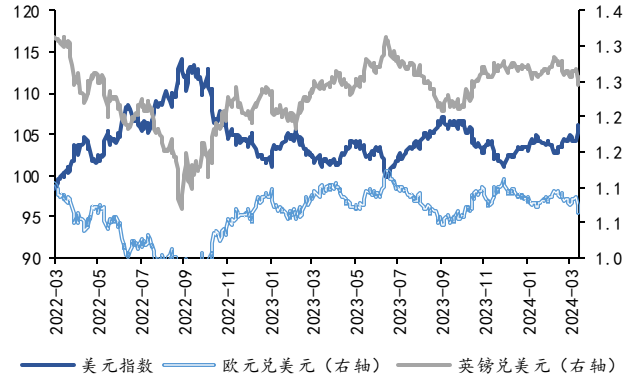
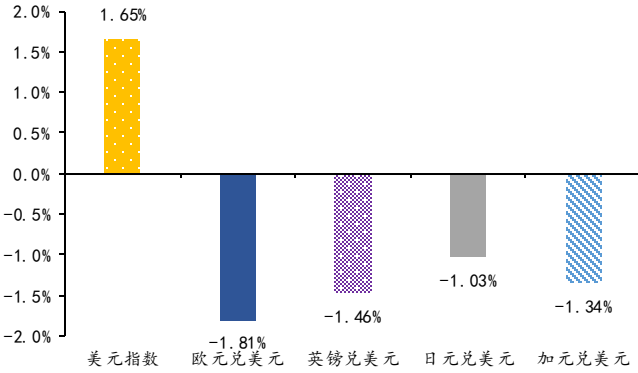


(三) 外汇市场追踪：美元指数上行,其他货币兑美元下行

美元指数上行,其他货币兑美元下行。美元指数上行 2%至 106.02。欧元兑美元贬值 1.81%, 英镑兑美元贬值 1.46%, 日元兑美元贬值 1.03%, 加元兑美元贬值 1.34%, 挪威克朗兑美元贬值 1.59%, 主要新兴市场兑美元全线下跌。土耳其里拉兑美元贬值 1.06%, 印尼卢比兑美元贬值 1.5%, 菲律宾比索兑美元贬值 0.04%, 雷亚尔兑美元贬值 1.01%, 韩元兑美元贬值 2.14%。

图表47: 当周, 美元指数上行, 其他货币兑美元下行

图表48: 当周, 英镑、欧元兑美元均下行

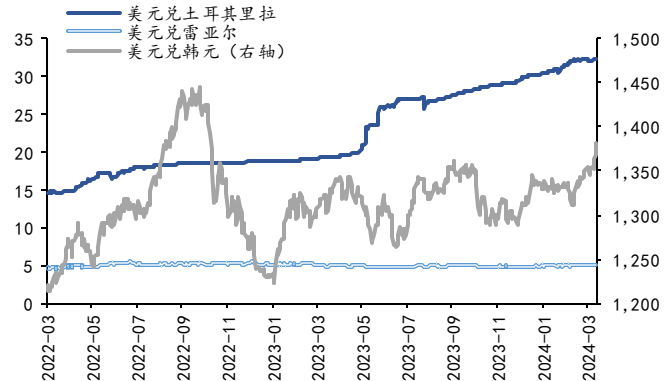
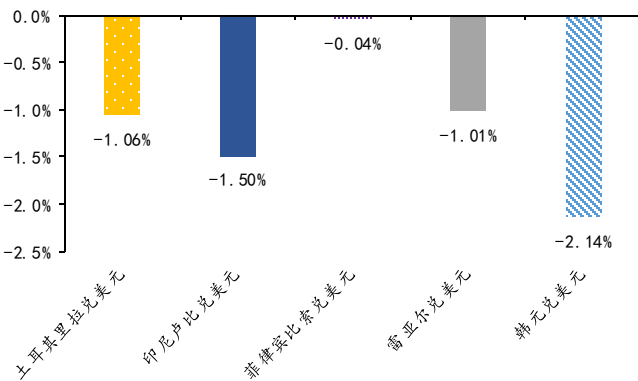


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表49: 当周, 主要新兴市场兑美元多数贬值

图表50: 美元兑土耳其里拉、雷亚尔和韩元



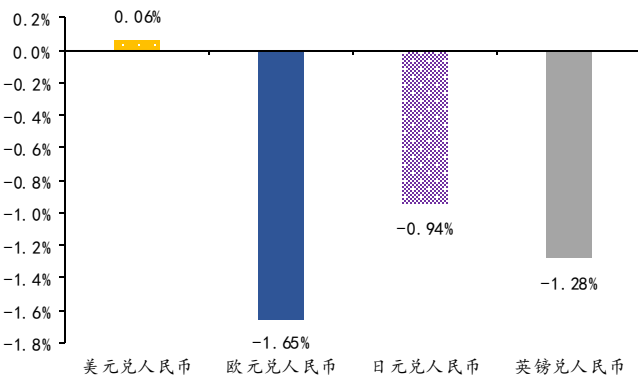
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

人民币兑美元贬值、兑欧元和英镑升值。美元兑人民币升值 0.06%, 欧元兑人民币贬值 1.65%, 日元兑人民币贬值 0.94%, 英镑兑人民币贬值 1.28%。

图表51: 当周, 人民币兑美元贬值、兑欧元和英镑升值

图表52: 当周, 美元兑人民币升值



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所



(四) 大宗商品市场追踪：有色全线上涨，原油全线下跌

有色全线上涨，贵金属全线上涨，黑色全线上涨，农产品多数上涨，原油全线下跌。需要注意的是，受多个宏观影响因素，本周黄金创历史新高，白银创2021年2月以来新高。此外，近期铁水有增产迹象，叠加钢材高库存加速去库，市场开始交易钢厂复产逻辑，原料相对强于钢材，焦煤和铁矿石本周大涨。

图表53：当周，有色全线上涨，原油全线下跌

类别	品种	2024-04-12	2024-04-05	2024-03-29	2024-03-22	2024-03-15
原油	WTI原油	-1.44%	4.50%	3.15%	-0.51%	3.88%
	布伦特原油	-0.79%	4.22%	2.40%	0.11%	3.97%
贵金属	COMEX黄金	0.67%	4.20%	3.23%	0.30%	-0.92%
	COMEX银	3.27%	10.44%	0.65%	-2.24%	3.68%
有色	LME铜	2.28%	5.47%	-0.23%	-1.74%	4.25%
	LME铝	2.59%	5.28%	0.68%	1.06%	0.64%
	LME镍	1.72%	5.83%	-3.63%	-5.32%	1.52%
	LME锌	7.91%	8.01%	-2.25%	-3.00%	0.98%
黑色	玻璃	2.32%	-0.34%	-3.92%	-4.49%	-0.93%
	焦煤	16.14%	-1.08%	-10.69%	6.46%	-9.54%
	沥青	0.37%	2.64%	0.27%	0.71%	1.27%
	铁矿石	12.62%	1.22%	-12.32%	8.00%	-10.89%
	螺纹钢	4.76%	1.49%	-5.54%	3.50%	-5.45%
农产品	生猪	18.68%	0.27%	-3.44%	2.64%	0.26%
	棉花	0.65%	1.03%	1.20%	-0.63%	-1.27%
	豆粕	0.97%	1.11%	-1.78%	0.73%	1.79%
	豆油	-3.31%	1.51%	-0.97%	0.61%	2.25%

来源：Wind，国金证券研究所

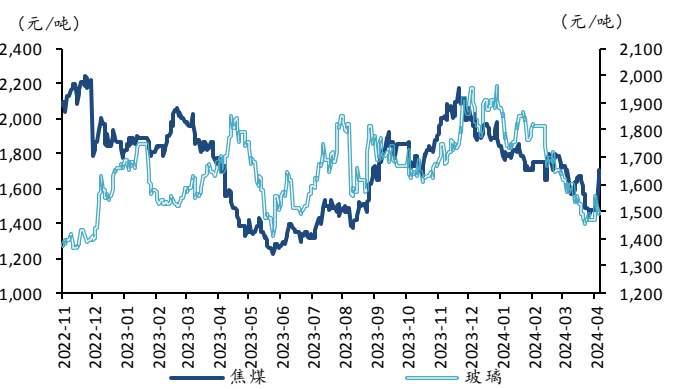
原油全线下跌，黑色全线上涨。WTI原油价格下跌1%至85.66美元/桶，布伦特原油价格下跌1%至90.45美元/桶。焦煤价格上涨16%至1709元/吨；铁矿石价格上涨13%至844元/吨，玻璃上涨2%至1500元/吨。

图表54：WTI原油和布伦特原油全线下跌



来源：Wind，国金证券研究所

图表55：当周，焦煤价格上涨16%，玻璃价格上涨2%

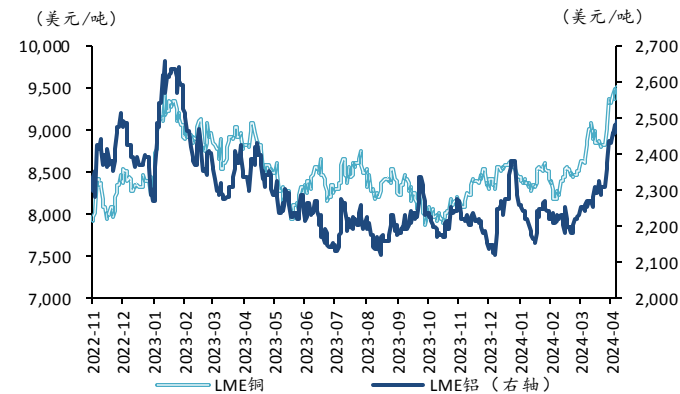


来源：Wind，国金证券研究所

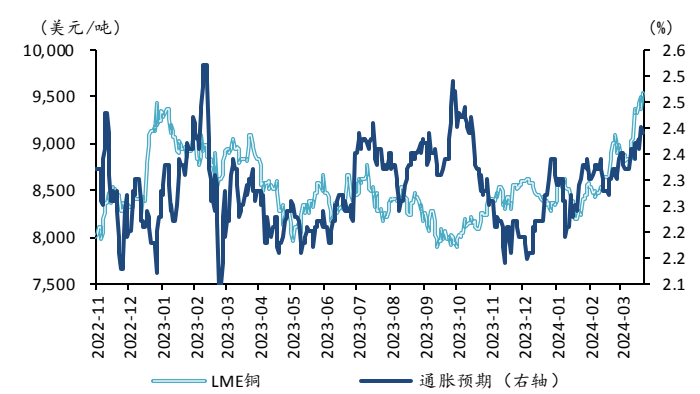
有色全线上涨。LME铜价格上涨2%至9530美元/吨，LME铝价格上涨3%至2495美元/吨。通胀预期升至2.39%。COMEX黄金上涨1%至2343.60美元/盎司。COMEX银上涨3%至28.31美元/盎司。10Y美债实际收益率升至2.11%。



图表56: 当周, 铜价格上涨2%, 铝价格上涨3%



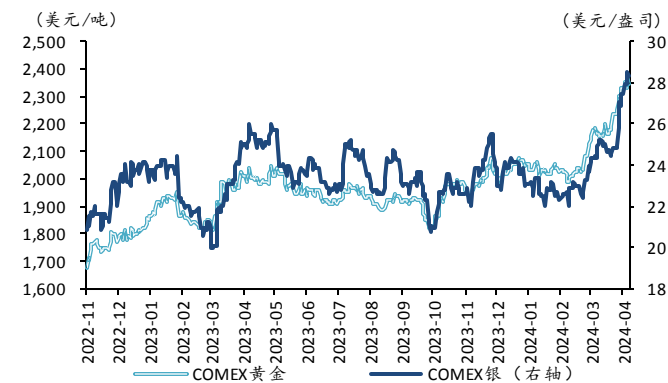
图表57: 当周, 通胀预期升至2.39%



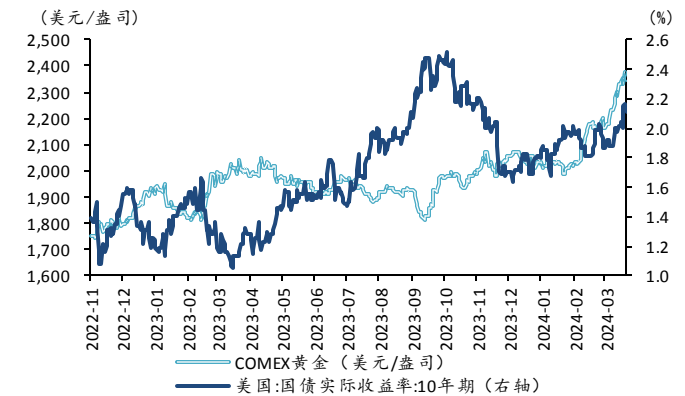
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表58: 当周, 黄金上涨1%, 银上涨3%



图表59: 当周, 10Y美债实际收益率升至2.11%



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

风险提示

1. 地缘冲突明显缓和: 俄乌冲突已现“疲态”, 拜登竞选压力下, 或有意愿促成巴以冲突、俄乌冲突的和解。
2. 海外流动性大幅收紧: 美国复苏和通胀粘性短期难被证伪, 降息预期有可能被进一步压缩。
3. 央行购金明显降速: 俄罗斯、土耳其等国家与美国关系一旦出现和解, 可能出现“去美元化”的降温甚至逆转, 购金速度或明显放缓。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究